

عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية - حالة مجموعة من الأسواق المتطورة -

راضية كروش (*) & سعيدة تلي (**) & عبد الغني دادن (***)
مخبر التمويل، مالية الأسواق و مالية المؤسسة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

ملخص: تهدف هذه الدراسة للكشف عن تكامل-انفصال الأسواق المالية المتطورة واختبار أثر هذه العلاقة على العوائد من المنتظرة من التنوع الدولي في المحفظة المالية، من أجل ذلك اعتمدنا على عينة لسنة أسواق متطورة خلال الفترة الممتدة من 31 أكتوبر 1989 إلى غاية 31 ديسمبر 2014 بتعدد شهري، مستخدمين مجموعة من الاختبارات الإحصائية والمتمثلة في اختبار التكامل المشترك لجوهانسن واختبار تصحيح الخطأ إضافة إلى اختبار السببية لكراجر، بينت نتائج الدراسة أن الأسواق المتطورة تتكامل فيما بينها، كما أنها تحقق عوائد هامة من خلال التنوع الدولي فيما بينها خاصة في الأسواق الآسيوية.

الكلمات المفتاح: تكامل مالي، سوق مالي، تنوع دولي، محفظة مالية، عائد.

تصنيف JEL: G15، G11، F36، F21، C12.

1. تمهيد:

أدت العولمة المالية إلى حدوث تطورات بارزة في المعاملات المالية، خاصة مع ظهور تغيرات هيكلية في الاقتصاد العالمي وما نتج عنه من تكتلات اقتصادية وظهور ما يسمى بالاقتصاد الرمزي، حيث ساهمت العولمة المالية من خلال آلياتها على اختصار المسافات وتخفيض تكاليف المعاملات بما فيها المعاملات في الأسواق المالية، هذه الأخيرة التي عرفت تطورات غير طبيعية خلال القرن العشرين، ويرجع ذلك للتقدم التكنولوجي؛ وظهور الابتكارات المالية؛ والتوجه نحو التحرر المالي، وبالرغم من الجدل الذي أثارته العولمة المالية بين رأي مؤيد ومعارض إلا أن العديد من المنظمات الدولية نادت بضرورة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي والاندماج في المنظومة الدولية.

ونظرا لما خلفته العولمة من آثار على الأسواق المالية، أصبحت هذه الأخيرة تبحث عن توسيع نطاق التداول بغرض تخفيض المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل وآليات من خلال الربط بين الأسواق المالية، والتي هي عبارة عن ظاهرة عرفها العالم بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي.

و ينتج عن تكامل الأسواق المالية ارتفاع في ارتباط عوائدها، الأمر الذي يثير قلق المستثمرين في المحافظ المالية الدولية بعد أن اعتبرت كحل أمثل لتخطي المخاطر الإجمالية للمحفظة.

نحاول في هذه الدراسة الإجابة عن الإشكالية التالية:

ما مدى إمكانية تكامل الأسواق المتطورة؟ وما مدى تأثير علاقة التكامل على العوائد المنتظرة من المحفظ الدولية؟

- أهمية وأهداف الدراسة: تظهر أهمية هذه الدراسة من خلال الحداثة النسبية لموضوع تكامل الأسواق المالية ولما له من أهمية بالغة في ظل التطورات المالية والاقتصادية الراهنة، فقد ازدادت الجهود الأكاديمية المهمة بهذا الموضوع ودراسة تأثيراته على الاستثمار في المحافظ المالية الدولية بغية تغطية المخاطر الإجمالية. كما تظهر أهمية هذا الموضوع من خلال التطورات التي عرفتها الأسواق المالية بفعل تأثير العولمة المالية والتي سهلت انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود إضافة إلى التسهيلات التي قدمتها خاصة في تسرب المعلومات وسرعة انتشارها، وتتبع كذلك أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على عينة من الأسواق المتطورة والتي تعتبر أكثر نشاطا وأهمية مقارنة بالأسواق المالية الأخرى.

كما أشرنا سابقا، نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة عن الإشكالية المطروحة وفضلا عن ذلك فإننا نسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- قياس تكامل الأسواق المالية المتطورة، إضافة إلى الكشف عن إمكانية تحقيق عوائد معتبرة من خلال تنوع المحافظ المالية بين هذه الأسواق؛
- تطبيق أحد النماذج القياسية الحديثة لاختبار التكامل بين الأسواق محل الدراسة؛

- توضيح تأثير تكامل أسواق رأس المال على تقنية التنوع الدولي في حافظة الأوراق المالية بين الأسواق محل الدراسة؛
- توضيح العلاقة بين تكامل أو انفصال الأسواق المالية ومعاملات الارتباط والتي تعتبر حجر الزاوية في تشكيل أي محفظة مالية.

- **الدراسات السابقة:** نظرا لما لهذه الدراسة من أهمية فنجد العديد من الباحثين المهتمين بهذا الموضوع لما للتكامل المالي من أهمية بالغة على اقتصاديات الدول وكذلك بالنسبة للمستثمرين، فنجد بعض الدراسات المهمة بدارسة تكامل الأسواق المالية وهذه الدراسات هي الأخيرة اختلفت من باحث لآخر سواء من حيث القياس أو من حيث العينة المختارة وحتى من حيث الظروف، فنجد بعض الدراسات التي اعتمدت على العلاقات الثنائية للتكامل على غرار ذلك نجد دراسة (2007) Thomas Lagoarde-Segot ; Brian M.Lucey¹ فقد اعتمدت على استخدام مجموعات ثنائية لاختبار لتكامل المشترك بين أسواق الأسهم الدولية، تبين من خلال هذه الدراسة أن تحركات الأسواق الآسيوية كان معظمها غير نشط أي أنها لا تتضح فيها صورة التكامل. أما بالنسبة لدراسة (2008) Mohamed Elhadi Arouri, Fredj Jawadi² والتي اعتمدت على اختبار التكامل المالي لسوقين ناشئين وهما الفلبين والمكسيك في السوق العالمي، خلصت هذه الدراسة إلى أن الارتباط الثنائي للمكسيك والفلبين مع السوق العالمي للأسهم في ارتفاع خاصة بعد أزمة معنى ذلك أن أسواق الأسهم أصبحت أكثر تكامل في السنوات القليلة. كما نجد دراسة (2006) Barli Suryanta³ اعتمدت على مجموعة من الأسواق الآسيوية والتي خلصت إلى أنه لا يوجد تحرك مشترك بين مختلف الثنائيات للأسواق وهذا راجع لإشارات سلبية بهذه الأسواق تشير إلى أن سوق اندونيسيا له حركات معاكسة لعوائد الأسواق الأخرى، ما نلاحظ أن هذه الدراسات والتي هي لمختلف الباحثين و في ظروف مختلفة إلا أنها تجمع بين الأسواق الناشئة والتي تتفق في معظمها على انفصال هذا النوع من الأسواق، أما بالنسبة للدراسات التي تناولت الأسواق المتطورة نجد (2009) Hande Ferdine ; Joniada Milla⁴ والتي تهدف إلى اختبار تكامل مشترك بين أسواق الأسهم للدول الكبرى للاتحاد الأوروبي: فرنسا؛ ألمانيا؛ المملكة المتحدة، إضافة إلى ذلك تقوم هذه الدراسة كذلك باختبار التكامل المشترك بين هذه الأسواق والسوق العالمي، بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طويلة الأجل عند مطابقة الدول الأوروبية مع الدول الأخرى. نلاحظ أن هذه الدراسة قد ركزت على الأسواق التي تدخل ضمن مجموعات اقتصادية متشابهة والتي تتحتم فيها التحركات المشتركة لعوائد هذه الأسواق دون الاهتمام بعلاقات التكامل المتعدد،

ومن هذا المنطلق فإننا نتطرق إلى الدراسات التي اعتمدت على علاقات التكامل المتعدد ومن بينها نجد (2009) Alexandra Hobort ; Radu Lupu⁵ تختبر هذه الدراسة تكامل الأسواق من منظور حديث بالاعتماد على بيانات لتسع مؤشرات بورصية لدول من الاتحاد الأوروبي، بعد اختبار التكامل المشترك والسببية بينت النتائج أن الأسواق تتحسس بسرعة المعلومات الواردة من الأسواق الأخرى، وأن تدفق المعلومات يحدث في كلا الاتجاهين من الأسواق المتقدمة إلى الناشئة أو العكس. هدفت دراسة (2009) Ilhan Meric⁶ و (2009) Francisco Zopez Herrera⁷ إلى اختبار التحركات المشتركة لكل من عوائد أسواق الأسهم لدول النافتا، حيث بينت هذه الدراسات الانفصال الجزئي بين هذه الأسواق.

أما بالنسبة للدراسات المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على المحافظ الدولية هي الأخيرة التي تنوعت من حيث البيئة وكذلك من حيث طرق القياس فنجد دراستي (2008)⁹ ; (2005)⁸ Mohamed El Hadi Arouri والتي اعتمدتا على تقدير نموذج تسعير الأصول المالية الدولي لعينة مكونة من مجموعة من الأسواق المالية الدولية المتطورة والناشئة، فقد بينت هذه الدراستين أن الأرباح المنتظرة من التنوع الدولي للمحافظ جد معتبرة سواء إحصائيا أو اقتصاديا بالنسبة لجميع الدول إلا أنها متغيرة حسب الفترة الزمنية ومن سوق إلى آخر.

1- أساسيات حول تكامل أسواق الأوراق المالية: ظهر مفهوم التكامل المالي خلال سنوات 1880 نتيجة لانتشار الرقابة على التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، سبقت هذه المرحلة الحرب العالمية الأولى 1914 والتي سميت بالفترة الذهبية للتحرير المالي، سجلت الفترة 1815-1914 الموافق لقرن "دعه يعمل في نطاق التغيير" غياب لكل الأشكال الاستثمارية العمومية والذي يفسر بعدم تدخل الدولة في إدارة رؤوس الأموال والرقابة على الصرف.¹⁰ ويستخدم التكامل في مجال أسواق رؤوس الأموال بعدة معاني قد يشير إلى البيئة التي تتداول الأوراق المالية ما بنفس الأسعار في أسواق مختلفة بما يمكن للمستثمرين من شراء وبيع الأوراق المالية دون أي قيود على الأسواق في المنطقة كما يسمح بجميع المتدخلين فيه عرض خدماتهم في جميع أنحاء العالم دون أي قيود. كما يعرف تكامل الأسواق المالية بالعملية التي تفتح بها الأسواق المحلية بحيث يكون للمشاركين نفس الفرص للوصول للأسواق المختلفة¹¹، و يمكن أن يتحقق ذلك من خلال إزالة الضوابط المحلية والدولية على الأصول أو الخدمات والسلع والتقليل من السيطرة على تجارة الأصول كلما كانت الأسواق أكثر انفتاحا فينبغي أن تعكس عوامل موحدة سبب التغيير في معدل العائد كنوعية الأصول، المخاطر المرتبطة بها والسيولة.¹²

وقد تزايد اهتمام العديد من الباحثين بموضوع تكامل الأسواق المالية الدولية والتي قادت إلى دراسات أخرى، وعلى غرار ذلك فقد ميز الباحثان (1995) Bekaert & Harvey تكامل الأسواق المالية بين الأصناف التالية:

1-1- أسواق متكاملة: تكون الأسواق متكاملة إذا فقط إذا تم تعويض المخاطر المنتظمة بالطريقة نفسها في جميع البلدان، وبعبارة أخرى هي تلك الأسواق التي تكون فيها الأصول ذات نفس المخاطر يجب أن يكون نفس السعر

حتى لو يتم تداولها في الأسواق المختلفة، في أسواق متكاملة تماما فإن المستثمرين يواجهون مخاطر مشتركة وأخرى خاصة حسب البلد أو القطاعات التي تنتمي إليها الأوراق المالية، ولكن يتم دفعها إلا عن مصادر المخاطر المشتركة لأن المخاطر الخاصة على العموم قابلة للتنوع. ويشمل التكامل التام صيغتين: الصيغة القوية و الصيغة الضعيفة.¹³

2-1- أسواق منفصلة: وهي تلك الأسواق عديمة الارتباط بين عوائدها، يواجه المستثمرون في الأسواق المنفصلة تماما المخاطر الخاصة فقط، ويكون لنفس الاستثمار متداول بين أكثر من بلد عوائد مختلفة لأن مصادر العوائد والمخاطر تكون مختلفة بينها وبالتالي فإن العوائد المتوقعة من الأصول المالية تتحدد من خلال المصادر المحلية لهذه المخاطر، وبالنتيجة فإن عملية المراجعة تؤدي إلى إمكانية تحقيق أرباح جد معتبرة وذلك إذا غابت قيود الاستثمار الدولي.¹⁴

2- طرق قياس تكامل أسواق الأوراق المالية: إن صعوبة التوصل إلى طريقة دقيقة لاختبار وقياس تكامل الأسواق المالية كانت نقطة انطلاق لكثير من الباحثين والذين عملوا على إثراء هذه المسألة بإسهاماتهم البحثية المختلفة، وحسب ما تقدم به هؤلاء الباحثين فنجد العديد من المقاربات لقياس التكامل المالي للأسواق المالية لعل أهمها ما يلي:

1-2- المقاربة القائمة على أساس تقييم الأصول المالية: نذكر في هذا السياق كل من نموذج تقييم الأصول المالية ونموذج المراجعة الدوليين، ويستخدم هذين النموذجين لتقدير قيم الأصول المالية المسعرة في مختلف الأسواق المالية، فحسب هذين النموذجين يتحقق التكامل المالي بغياب الانحراف بين علاوات المخاطر للأصول المالية المتماثلة والمتداولة بين مناطق مختلفة.¹⁵

2-2- المقاربة القائمة على أساس معامل الارتباط: يعتبر معامل الارتباط أداة تسمح بقياس درجة التبعية الموجودة بين عوائد أصلين ماليين، يتسم هذا المعامل بسهولة الفهم والتفسير، ويكون محصور بين +1 و -1 وإذا تحققت هذين القيمتين دل ذلك على وجود علاقة ارتباط قوية بين الأصلين وأن اتجاه تقلبهما بنفس الاتجاه أو باتجاه معاكس حسب إشارة المعامل، أما إذا كان معامل الارتباط معدوم دل ذلك على أن كلا الأصلين مستقلين تماما، وتتكامل الأسواق حسب هذه المعيار لأنها تتضمن معلومات متطابقة.¹⁶

3-2- المقاربة القائمة على أساس التكامل المشترك: من بين الطرق المستعملة في دراسة التكامل المالي نجد الاعتماد على تحليل التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية، بمعنى أن وجود تكامل مشترك بين سلسلتين أو أكثر يعني وجود علاقة بينهما في المدى الطويل، ويمكن لهذه القيم أن تنحرف عن علاقة التوازن في المدى الطويل لكن يتحقق هذه الأخيرة تكون الانحرافات ضعيفة في الأسواق المندمجة وقد استعملت العديد من الدراسات هذه التقنية في دراسة تكامل الأسواق المالية.¹⁷

ونظرا لما لتكامل أسواق الأوراق المالية من أهمية بالغة على اقتصاديات الدول فنذكر فيما يلي أهم الإيجابيات التي يحققها، فيوفر للأنظمة المالية والأسواق المالية فرص مشتركة لتنوع المخاطر، في حين فهو يضمن أفضل تشكيلة لتوزيع رأس المال وبالتالي الموارد المالية ومن هنا يمكن الوصول إلى مستويات جد مرتفعة للنمو الاقتصادي من جهة أخرى يعمل التكامل المالي على تحفيز المنافسة كما يسمح بوصول أفضل للسوق عن طريق التجارة، كما يؤمن التكامل المالي على الاستثمارات ويحقق إنتاج منوع، ومن جهة أخرى فهو يعمل على ربط السياسات الاقتصادية لدول الاتحاد، تطوير البنى التحتية وتنسيق التنظيمات.¹⁸

II. الطريقة والأدوات المستخدمة:

1- بيانات الدراسة: تماشيا وموضوع الدراسة المتمثل في دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية وأثره على التنوع في محفظة الأوراق المالية فإن مجتمع الدراسة متمثل في أسواق الأوراق المالية الدولية، والتي اخترنا منها عينة مكونة من 6 أسواق متطورة (فرنسا، إيطاليا، هونغ كونغ، اليابان، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية) تتمثل بيانات للدراسة في أسعار الإغلاق لمؤشرات الرئيسية لأسواق الأوراق المالية، المستخرجة من قاعدة البيانات **Morgan Stanley Capital International (MSCI)** غطت فترة الدراسة المرحلة الممتدة من 31 أكتوبر 1989 إلى غاية 31 ديسمبر 2014 بتردد شهري متحصلين على 303 مشاهدة، حيث تم اختيار هذه الفترة من أجل الوصول لعدد كافي من المشاهدات بغية القيام بالاختبارات القياسية اللازمة من أجل اختبار تكامل الأسواق المالية، وقد تم توحيد العملات المختلفة لأسعار المؤشرات بتحويلها إلى عملة موحدة وهي الدولار الأمريكي وذلك بغية تفادي مخاطر الصرف وتأثيره على عوائد الأوراق المختلفة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم تلخيص المعطيات كما يلي:

- الاعتماد على أسعار الإغلاق لمؤشرات رئيسية وذلك بعد تشكيل 6 سلاسل شهرية مكونة من 303 مشاهدة؛
- حساب معدلات المرودية الأسبوعية لكل مؤشر (دون الأخذ بالحسبان توزيعات الأرباح)؛
- توحيد عملات أسعار الإغلاق بتحويلها إلى الدولار الأمريكي.

2- الاختبارات القياسية: من أجل اختبار علاقات التكامل بين مختلف الأسواق وأثره على التنوع الدولي استخدمنا مقاربة التكامل المشترك لجوهانس 1988، والتي تسمح بالكشف عن وجود تحركات مشتركة بين المؤشرات البورصية على المدى الطويل وبالنتيجة فإن غياب علاقة التكامل تترجم بانفصال هذه الأسواق ويستوجب هذا الاختبار

استقرارية السلاسل الزمنية، والتي هي شرط أساسي في اختبار التكامل، أي لا بد أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة عند نفس الدرجة ومن أجل ذلك اعتمدنا على اختبار ADF، ثم نلجأ إلى تحديد عدد فجوات التباطؤ والمعرفة بالمعامل (P) باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR والذي يحقق أقل قيمة لمعيار AIC (Akaike Information Criterion) و SC (Schwarz Criterion)، وانطلاقاً من هذه النتيجة فإننا ننقل إلى اختبار التكامل المشترك لجوهانسن من أجل تحديد علاقات التكامل على المدى الطويل، والتي ننقل عند وجودها إلى اختبار ذات العلاقة على المدى القصير بالاعتماد على نموذج VECM مستخدمين على نفس معامل التباطؤ.

وفي الأخير نقوم بدراسة سببية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار السببية لكرانجر.

أولاً: اختبار تكامل الأسواق المالية:

1- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية: نقوم في ما يلي بدراسة الاستقرارية باستخدام نموذج ديكي فولر الموسع بالاعتماد على معامل التباطؤ $p=15$ ، ويتم اختبار الاستقرارية باستخدام البرنامج الإحصائي EViews باتباع الخطوات اللازمة لهذا البرنامج، تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول رقم (1).

يلخص الجدول رقم (1) مجموعة الاختبارات لجذر الوحدة والتي تمت على مجموعة من سلاسل المؤشرات الأسواق المتطورة ومن خلال النتائج الموضحة نلاحظ أن القيم المحسوبة لجميع سلاسل المؤشرات بالقيمة المطلقة أصغر من القيم الجدولية عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10% عند المستوى وعند النماذج الثلاث (بدون قاطع واتجاه معاً، وجود القاطع فقط، وجود اتجاه و القاطع معاً) وبهذه النتيجة نقبل فرضية العدم H_0 والتي تفرض وجود جذر وحدة بالسلسلة بمعنى أن جميع سلاسل أسعار مؤشرات الأسواق المتطورة ليست مستقرة عند المستوى، أما عند قيامنا بدراسة الاستقرارية عند الفروقات من الدرجة الأولى عند مختلف النماذج وجدنا أن جميع القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة عند درجة معنوية 1%، 5%، 10% وبهذه النتيجة نرفض فرض العدم الذي يفترض وجود جذر وحدة، بمعنى أن جميع السلاسل تستقر عند الفروقات من الدرجة الأولى.

2- تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي: بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمختلف مؤشرات الأسواق، اتضح أن هذه السلاسل مستقرة عند نفس الدرجة (الدرجة الأولى)، وهذا ما يشير إلى احتمال وجود علاقة تكامل مشترك، نحاول إثبات ذلك باستخدام اختبار Johansen، ويعتمد هذا الاختبار على تحديد درجة التأخير وذلك بالاعتماد على نموذج VAR(P)، حيث نختار معامل التأخير الذي يحقق أقل قيمة لمعيار AIC أو SC، قمنا بالعملية المذكورة بين السلاسل الزمنية بشكل ثنائي ثم قمنا بها لمجمل الأسواق المتطورة أو الناشئة فكانت النتائج كما هي موضحة في الجدول رقم (2). يتضح من خلال هذا الجدول قيم معامل التأخير والمشار لها ب (*) في كل سطر، وبالنسبة للنماذج التي تباينت فيها النتائج بين المعيارين AIC و SC فقد اعتمدنا في اختيارنا على معيار SC.

3- اختبار التكامل المشترك لجوهانسن: نحاول في ما يلي دراسة التكامل المشترك بين عوائد البورصات وذلك بالاعتماد على اختبار الأثر والقيمة العظمى لجوهانسن، بعد قيامنا باختبار التكامل المشترك لأسواق الأوراق المالية في مجموعات بشكل ثنائي ثم مجموع الأسواق مع بعضها تحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول رقم (3).

من خلال الجدول رقم (3) وانطلاقاً من فرضية الاختبار وبعد مقارنة القيم المحسوبة بالقيم الجدولية وجدنا أن الأسواق الأمريكية لا تتحقق فيها علاقة التكامل وذلك لكون القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية عند درجة معنوية 5% في السطرين، كما أن الاحتمالات المحققة تفوق 5%، على عكس ذلك بينت النتائج أن علاقات التكامل تحققت في كل من الأسواق الأوروبية والأسواق الآسيوية أين ظهرت فيها علاقتي تكامل، أما عند دراستنا للتكامل بين مجموع أسواق العينة فنتبين وجود ثلاث علاقات تكامل من إجمالي ستة أسواق، غير أن وجود هذه العلاقات غير كافية للحكم عن اندماج هذه الأسواق، فلا بد من التأكد من ذلك بعد اختبار هذه العلاقات على المدى القصير باستخدام اختبار تصحيح الخطأ VECM.

4- اختبار التكامل على المدى القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM: بعد أن بينت نتائج اختبار التكامل المشترك انفصال سوق كندا والولايات المتحدة الأمريكية، ووجود علاقات تكامل بين الأسواق الأخرى نحاول في هذا الجزء دراسة علاقات التكامل على المدى القصير لكل من الأسواق الآسيوية والأسواق الأوروبية ثم إجمالي أسواق عينة الدراسة، وحسب هذا الاختبار فإن علاقة التكامل تتحقق بتحقيق الشرطين التاليين:

■ إذا كان حد تصحيح الخطأ سالباً وأصغر من الواحد؛

■ إذا كانت قيمة إحصائية t-student أكبر بالقيمة المطلقة من 1,96 عند درجة معنوية 5%؛

تلخصت نتائج هذا الاختبار في الجدول رقم (4). من خلال الجدول رقم (4) يمكننا إثبات علاقات التكامل كما

يلي:

- أن معامل التحديد في علاقة الأسواق الأوروبية (فرنسا- إيطاليا) أقل من الواحد وإشارته سالبة (-0.591308) إضافة إلى أن إحصائية t-student أكبر بالقيمة المطلقة (-3.78709) من 1,96 وبهذه النتيجة تثبت علاقة التكامل بين هذين السوقين على المدى القصير؛

- كذلك بالنسبة لعلاقة الأسواق الآسيوية (اليابان-هونغ كونغ) أين أثبت فيها وجود علاقة تكامل على المدى القصير وذلك بتحقق شرطي النموذج قيمة معامل تصحيح الخطأ (-0.188120) سالبة وأصغر من الواحد وقيمة إحصائية ستيودنت اكبر بالقيمة المطلقة (-2.72576) من 1,96.

- وبالنسبة لعلاقة تكامل أسواق العينة باستخدام نموذج تصحيح الخطأ فقد تحقق شرطي هذا النموذج في كلا معادلتى السلاسل المتعلقة بالسوق الايطالي وسوق هونغ كونغ، أما بالنسبة للنتيجة المحققة في المعادلة المحققة في سلسلة السوق الكندي فهي مرفوضة بالرغم من أن حد تصحيح الخطأ سالب وأصغر من الواحد إلا أن الشرط الثاني لم يتحقق كون أن قيمة t-student أصغر من 1,96.

من خلال النتائج المحققة في كل من اختبار جوهانسن ونموذج تصحيح الخطأ نستنتج أن:

- أن الأسواق الأمريكية منفصلة (كندا والولايات المتحدة)؛
- أن الأسواق الأوروبية والأسواق الآسيوية تتكامل فيما بينها على المدى الطويل وكذلك على المدى القصير؛
- كما لاحظنا أن كل أسواق العينة تتكامل فيما بينها بشكل نسبي.

ثانيا: عوائد المحفظة الدولية في ظل تكامل الأسواق المالية.

يعتبر التنوع إستراتيجية تستخدم في تشكيل الحافظة المالية ويعمل التنوع الجيد على تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها المحفظة دون أن يحدث ذلك تأثير عكسي على العائد، ويقوم التنوع القطاعي المحلي على تدنئة المخاطر غير النظامية إلى أدنى المستويات ولكن يبقى النوع الثاني من المخاطر والتمثلة في المخاطر النظامية وهي تلك الناجمة عن التضخم وسعر الفائدة والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية دون استثناء، وحتى يتم تجاوز هذا المخاطر يلجأ المستثمر إلى الاستثمار في المحفظة الدولية، أين تنتوع فيها العوائد والمخاطر بين البلدان إلا أن السؤال المطروح هل تفقد المحفظة المالية الدولية أهميتها في الأسواق المتكاملة؟

بعد أن كشفنا عن علاقات انفصال/ تكامل الأسواق المالية في الجزء الأول نحاول في هذا الجزء دراسة جدوى التنوع الدولي بين هذه الأسواق وذلك بالاعتماد على نتائج ارتباط هذه الأسواق واختبارات السببية بينها.

1- تحليل ارتباط عوائد الأسواق المالية: من خلال الجدول رقم (5) والذي يوضح نتائج الارتباط بين عوائد الأسواق المالية نجد أن معاملات الارتباط بين الأسواق المتطورة خلال هذه الفترة كانت مرتفعة حيث تراوحت بين 40% و80% فإذا قسمنا دول العينة حسب موقعها الجغرافي نجد أن الدول الأوروبية فرنسا؛ إيطاليا لها معاملات ارتباط قوية تفوق 50% خاصة فيما بينها ومع الدول الأمريكية: الولايات المتحدة الأمريكية؛ وكندا ويرجع ذلك لقوة العلاقات الاقتصادية فيما بينها، في حين نجد أن معاملات الارتباط بين هذه الدول والدول الآسيوية اليابان وهونغ كونغ منخفضة مقارنة بسابقتها من الدول، فضلا عن ذلك نجد أن الدول الآسيوية ينخفض ارتباطها مع الدول الأمريكية وحتى فيما بينها ويرجع ذلك للاستقلالية النسبية لعوائد هذه الأسواق.

2- اختبار سببية عوائد الأسواق المالية: يعتبر الارتباط بين عوائد الأسواق المالية العنصر الأهم في التحليل للاستثمار في المحفظة المالية، غير أنه لا يترجم وجود علاقة سببية بين هذه العوائد بقدر ما يعبر عن التشابك الزمني أو المكاني، وبالتالي يصعب استخدام تقلب العوائد في تفسير ما يحدث بالسلاسل المتعلقة بها، لذلك أردنا تشخيص سببية مختلف السلاسل الزمنية، و يقوم اختبار السببية على كشف العلاقة بين العوائد ومن ثم تحديد اتجاه هذه العلاقة بين هذه الأسواق.

من خلال نتائج اختبارنا للسببية بين هذه الأسواق توصلنا لما يلي:

- تنعدم علاقة السببية بين كل من الأسواق الآسيوية والأسواق الأمريكية وذلك لتحقق لاحتمال يفوق 5% وبالتالي فإن هذه الأسواق لا تسبب ولا تستجيب لبعضها البعض.

- أما بالنسبة للأسواق الأوروبية التي تحققت فيها علاقة سببية إلا أنها باتجاه واحد من السوق الفرنسي نحو السوق الايطالي، وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافقة لإحصائية فيشر أصغر من 5%، معنى ذلك أن عوائد السوق الايطالي تتأثر مباشرة بأي صدمة سواء كانت موجبة أو سالبة في السوق الفرنسي ومن خلال هذه العلاقة فيمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية للسوق الايطالي انطلاقا من العوائد التاريخية للسوق الفرنسي.

III. النتائج ومناقشتها:

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار تكامل/انفصال الأسواق المالي لعينة مكونة من مجموعة من الأسواق المالية المتطورة ثم دراسة تأثير هذه العلاقة على العوائد المنتظرة من عملية التنوع الدولي باستخدام مجموعة من الاختبارات القياسية والتي رأينا ضرورة لمعالجة إشكالية الدراسة، فلاختبار علاقة التكامل اعتمدنا على اختبار جوهانسن ونموذج تصحيح الخطأ، أما بالنسبة لتحليل عوائد التنوع الدولي فقد اعتمدنا على نتائج الارتباط وعلاقات السببية بين مختلف الأسواق، وبناء على هذه الاختبارات توصلنا إلى النتائج التالية:

- بناء على الاختبارات الثنائية للتكامل للأسواق فإن النتائج المتحصل عليها في هذا السياق تباينت حسب انتمائها الجغرافي، فقد تحقق تكامل الأسواق الأوروبية توافقاً ودراسة (2009) **Hande Ferdine ; Joniada Milla** والتي بينت أن هذه الأسواق تتكامل على المدى الطويل وكذلك على المدى القصير، كما تحقق التكامل بالنسبة للأسواق الآسيوية وهذا عكس ما توصلت له نتائج دراستي (2007) **Barli ؛ Brian M. Lucey ؛ Thomas Lagoarde-Segot** و (2006) **Suryanta** ويعود هذا الاختلاف لاعتمادنا على أسواق متطورة بينما اعتمدت الدراستين على أسواق ناشئة، أما بالنسبة للأسواق الأمريكية فلم تتحقق علاقة التكامل بينها توافقت هذه النتيجة مع دراستي **Ilhan Meric** (2009) و **Francisco Zopez Herrera** (2009) والتي أثبتت الانفصال الجزئي لهذه الأسواق؛
- وفي دراستنا للتكامل المتعدد لجميع أسواق العينة توصلنا إلى إمكانية تكامل الأسواق المالية على المدى الطويل وكذلك القصير كما هي النتيجة بالنسبة لدراسة (2009) **Alexandra Hobort ; Radu Lupu**؛
- أما عند دراستنا لعوائد التنوع الدولي في الأسواق المتكاملة توصلنا إلى أن الأرباح المحققة من عملية التنوع الدولي جد معتبرة وتختلف هذه العوائد من سوق وهذا ما توصل إليه **Mohamed El Hadi Arouri** في دراستيه لسنتي 2005 و 2008 ويعود مصدر هذه الأرباح نتيجة لانخفاض معاملات الارتباط بين هذه الأسواق.
- وبالنسبة لدراسة سببية الأسواق المالية فقد بينت أن نتائج دراستنا أن ثنائيتي الأسواق الآسيوية والأسواق الأمريكية لا تستجيب لبعضها البعض، فقط تحققت علاقة سببية بين الأسواق الأوروبية وبتجاه واحد من السوق الفرنسي نحو السوق الإيطالي بمعنى إمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية في السوق الإيطالي بالاعتماد على العوائد التاريخية في السوق الفرنسي، كما أن السوق الإيطالي يتحسس وبسرعة للمعلومات الواردة من السوق الفرنسي توافقت هذه النتيجة مع دراسة (2009) **Alexandra Hobort ; Radu Lupu**.

IV. الخلاصة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار تكامل مجموعة من الأسواق المتطورة، ثم توضيح تأثير هذه العلاقة على عوائد التنوع الدولي ولقد خلصنا لمجموعة من النتائج، أبرزها أن معاملات الارتباط انخفضت خلال فترة الدراسة في الأسواق المتكاملة وارتفعت في الأسواق المنفصلة، وهذا ما يجعل الاستثمار في الأسواق المتكاملة يحقق عوائد هامة من خلال المحافظ الدولية المشكلة بين هذه الأسواق، فبالنظر إلى الأسواق الأوروبية أين تحققت علاقة التكامل بينها على المدى الطويل وعلى المدى القصير إضافة إلى وجود سببية بين هذه السوقين، والتي هي عبارة عن علاقة باتجاه واحد إلا إن هذه النتيجة عملت على رفع الارتباط بينهما وجعلت من عملية التنوع فيها أقل أهمية، أما بالنسبة للأسواق الآسيوية أين تحقق التكامل بينها وانعدمت السببية بين هذه الأسواق جعل هذه الأسواق تتمتع بارتباط منخفض مقارنة بالأسواق الأوروبية وبالتالي فالاستثمار فيها يعمل على تحقيق عوائد هامة ناتجة عن التنوع بين هذين السوقين، وأما بالنسبة للأسواق الأمريكية التي بينت نتائج الدراسة بأنها لا تتكامل فهي تتمتع بارتباط قوي يفوق 60% وهذا ما يجعل الاستثمار بين هذين السوقين أقل جدوى من الاستثمار في الأسواق الأوروبية والآسيوية ويرجع السبب في هذه الحالة لحساسية السوق الكندي والذي يتمتع بمعاملات ارتباط قوية وموجبة مع جميع أسواق العينة، ومن هذه النتائج يمكن القول بأنه كان لتكامل الأسواق المتطورة خلال فترة الدراسة تأثير إيجابي على عوائد التنوع الدولي، وبهذه النتيجة يسهل على المستثمرين الوصول إلى الأسواق الأخرى وكذلك الحصول على المعلومات في هذه الأسواق وبسرعة، إضافة إلى إمكانية التنبؤ بما ستكون عليه عوائد الأسواق الخارجية انطلاقاً من معلومات في السوق المحلية.

- ملحق الجداول والأشكال البيانية:

الجدول رقم (1): نتائج اختبار ADF لأسعار مؤشرات الأسواق المتطورة

نتائج استقرار السلسلة عند الفروقات من الدرجة الأولى			نتائج استقرار السلسلة عند المستوى			
النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول	
-15.42592	-15.45065	-15.37354	-3.034411	-0.678485	1.438707	كندا
-16.23281	-16.24904	-15.97775	-1.561474	-1.238397	2.375766	الولايات المتحدة الأمريكية
-16.33700	-16.33681	-16.30174	-2.081631	-1.809103	1.050473	فرنسا
-17.51961	-17.52904	-17.55833	-1.681287	-1.791685	-0.005255	إيطاليا
-15.86970	-15.86640	-15.78594	-2.908269	-2.283072	1.368309	هونغ كونغ
-16.08939	-16.08047	-16.09731	-3.169999	-3.263308	-0.476286	اليابان
القيم المجدولة						
-3.988840	-3.451920	-2.572667	-3.988840	-3.451847	-2.572642	%1
-3.424825	-2.870931	-1.941881	-3.424825	-2.870899	-1.941877	%5
-3.135494	-2.571845	-1.615995	-3.135494	-2.571828	-1.615997	%10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews.8

الجدول رقم (2): نتائج اختبار لتحديد معامل التباطؤ (P)

P	1	2	3	4
كندا- الولايات المتحدة الأمريكية				
AIC	-7,289*	-7,279	-7,265	-7,241
SC	-7,215*	-7,156	-7,092	-7,018
اليابان-هونغ كونغ				
AIC	-5,313*	-5,289	-5,274	-5,286
SC	-5,239*	-5,165	-5,101	-5,063
فرنسا-إيطاليا				
AIC	-6,067	-6,084	-6,096*	-6,045
SC	-5,993*	-5,960	-6,895	-5,822
مجمل الأسواق المتطورة				
AIC	-20,224	-20,254*	-20,150	-20,013
SC	-19,706*	-19,291	-18,739	-18,152

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews.8

الجدول رقم (3): نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن

Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Prob	Max-Eigen Statistic	CV 5%	Prob
كندا- الولايات المتحدة الأمريكية						
None	5.408104	15.49471	0.7640	4.004524	14.26460	0.8588
At most 1	1.403580	3.841466	0.2361	1.403580	3.841466	0.2361
فرنسا-إيطاليا						
None *	317.9152	15.49471	0.0001	184.6912	14.26460	0.0001
At most 1 *	133.2240	3.841466	0.0000	133.2240	3.841466	0.0000
هونغ كونغ-اليابان						
None *	317.9152	15.49471	0.0001	184.6912	14.26460	0.0001
At most 1 *	133.2240	3.841466	0.0000	133.2240	3.841466	0.0000
إجمالي الأسواق العينة						
None*	373.8608	95.75366	0.0001	187.2745	40.07757	0.0001
At most 1*	186.8663	69.81889	0.0000	139.8453	33.87687	0.0000
At most 2*	46.74106	47.85613	0.0634	29.52103	27.58434	0.0279
At most 3	17.22003	29.79707	0.6238	10.48995	21.13162	0.6977
At most 4	6.730079	15.49471	0.6092	5.741796	14.26460	0.6466
At most 5	0.988283	3.841466	0.3202	0.988283	3.841466	0.3202

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews.8

الجدول رقم (4) نتائج نموذج تصحيح الخطأ VECM

	الأسواق الأوروبية		الأسواق الآسيوية			
	D(France)	D(Italy)		D(Hong Kong)	D(Japan)	
CointEq1	-0.591308	0.948711		-0.188120	0.498632	
t-student	-3.78709	5.08181		-2.72576	9.72723	
إجمالي أسواق العينة						
	D(Canada)	D(France)	D(Italy)	D(Japan)	D(Hong Kong)	D(USA)
CointEq1	-0.005835	0.126765	-0.083346	0.054784	-0.057183	0.015856
t-student	-0.28046	5.65898	-2.92924	2.32865	-2.08709	0.98289

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews.8

الجدول رقم (5): مصفوفة ارتباط عوائد الأسواق المالية

	CANADA	FRANCE	HONG KONG	ITALY	JAPAN	USA
CANADA	1	0.73	0.81	0.52	0.46	0.66
France	0.73	1	0.64	0.57	0.43	0.77
HONG KONG	0.81	0.64	1	0.50	0.48	0.57
ITALY	0.52	0.57	0.50	1	0.38	0.64
JAPAN	0.46	0.43	0.48	0.38	1	0.46
USA	0.66	0.77	0.57	0.64	0.46	1

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EViews.8

نتائج اختبار السببية لكرانجر

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 01/21/16 Time: 22:46
Sample: 1989M10 2014M12
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
ITALY does not Granger Cause FRANCE	301	0.00123	0.9720
FRANCE does not Granger Cause ITALY		7.18905	0.0077

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 01/21/16 Time: 22:31
Sample: 1989M10 2014M12
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
JAPAN does not Granger Cause HOG_KONG	301	0.06027	0.8062
HOG_KONG does not Granger Cause JAPAN		1.56920	0.2113

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 01/21/16 Time: 22:18
Sample: 1989M10 2014M12
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
USA does not Granger Cause CANADA	301	2.35019	0.1263
CANADA does not Granger Cause USA		0.55563	0.4566

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIves.8

الإحالات والمراجع :

1. Thomas Lagoarde-Segot ; Brian M.Lucey, **Capital market integration in the middle east and north Africa**, M.E. Sharpe, Inc. in its journal Emerging Markets Finance and Trade, 2007, P.P. 34-57.
2. Mohamed Elhadi Arouri, Fredj Jawadi, **Stock Market Integration in emerging countries : further evidence from the phelippines and Mexico**, 2nd Global Conference on Business and Finance , Vol.1 , pp.1-1 , Costa-Rica , 2008.
3. Barli Suryanta, **Capital market integration in asean countries : special investigation of indonesian towards the Big Four**, The Asian Journal of Technology Management Vol. 4 No. 2 (2011): 109-114
4. Hande Ferdine ; Joniada Milla : **Ananalysis of cointegration in capital markets of France ; Germany and United Kingdom**, Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol.2 No.1, pp.109-123, 2009.
5. Alexandra Hobort ; Radu Lupu, **Are capital markets integrated ? a test of information, transmission within the european union**, Journal for Economic Forecasting, 2009, vol. 6, issue 2, pages 64-80
6. Ilhan Meric, **Co-Movements of NAFTA Stock Markets**, Troy University Business and Economic Review, 2009.
7. Francisco Zopez Herrera, **cointegration trends among the NAFTA equity markets**, Economía teoría y práctica.- México, DF, ISSN 0188-8250, ZDB-ID 25173030. - Vol. 36.2012, p. 179-196
8. El Hedi Arouri Mohamed, **Intégration financière et diversification internationale des portefeuilles**, *Economie & prévision*, 2005/2 no 168, P.P.115-132
9. Arouri Mohamed Elhadi, **L'integration boursière international : tests et effets sur la diversification**, ANNALES D'ECONOMIE ET DE STATISTIQUE. – N° 85 – 2007.
10. Goyou D. et Atatrasi, **panorama du système financiers concurrence et mutations des marchés financiers en europe**, Revue les Cahiers Français.
11. Masafumi Yabara, **CAPITAL MARKET INTEGRATION : progress ahead of the east african community monetary union**, IMF working paper, african departement, january 2012.

¹² Surbi jain and N.R. Bhanumurthy, **financial market intgration in india**, ASIA –PACIFIC DEVELOPEMENT JOURNAL, vol 12 du 2-12-2005.

¹³ . Abdelbari Nassali, **integration des marches financiers du basin pacifique**, mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Université du Quebec à Montréal, 2009, page:4

¹⁴ . Saoussen Kouki, **finanacial integration of east and south mediterranean stock markets**, 16th International Business Research Conference, Novotel World Trade Centre Off Sheikh Zayed Road, Za'abeel 2, Dubai, UAE 12-13 April 2012

¹⁵ . Kais Fadhlaoui, **Diversification internationale et intégration financière: l'intérêt des marchés émergents**, Disponible sur le lien:

https://www.researchgate.net/publication/228606961_Diversification_internationale_et_integration_financiere_L%27interet_des_marches_emergents.

¹⁶ . Khalil TCHITCHITE, **Intégration financière et diversification internationale**, mémoire présenté pour obtenir le master en finance appliqué, université du Québec à montéreal, 2008.

¹⁷ . سامية زيطاري، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر، 2004.**

¹⁸ . ZENASI Soumia, **les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et crises**, thèse en vue de l'obtention du doctorat, NP, Université Abou Bekr Blekaid Tlemcen, 2013-2014, P.P.67-68.